

## 疫情反复拖累板块，继续看好行业龙头的配置机会

### 核心观点

#### 核心观点

- **行情回顾：**全周沪深 300 指数下跌 0.68%，创业板指数下跌 3.36%，纺织服装行业指数下跌 1.17%，表现介于沪深 300 和创业板指数之间，其中纺织制造板块下跌 1.39%，品牌服饰板块下跌 0.98%。个股方面，我们覆盖的海澜之家、珀莱雅等取得了正收益。
- **海外要闻：**（1）周大福中期收入盈利双双下滑。（2）Gucci 和 Alessandro Michele 结束合约。（3）Abercrombie & Fitch 假日季乐观。
- **行业与公司重要信息：**（1）波司登：公司 22H1 实现营业收入 61.8 亿元，同比增长 14.1%，实现归母净利润 7.3 亿元，同比增长 15%。（2）丸美股份：公司董事会同意聘任王熙雯女士为公司总裁助理兼电商部总经理，任期自 2022 年 11 月 28 日起至第四届董事会届满日止。（3）罗莱生活：公司近日收到公司股东 CA Fabric Investments 的通知，获悉 CA Fabric Investments 将所持有本公司的股权办理了质押手续：本次质押数量为 8298.5 万股，占其所持股份比例 100%，占公司总股本比例 9.9%。
- **本周建议板块组合：**珀莱雅、伟星股份、李宁、比音勒芬和波司登。上周组合表现：珀莱雅 0%、伟星股份 0%、李宁-8%、比音勒芬-2%和波司登-11%。

#### 投资建议与投资标的

- 本周市场大小指数出现明显的分化，纺织服装板块跟随市场下跌 1.17%，表现介于沪深 300 和创业板指数。随着全国疫情的反复，不少城市进一步收紧防疫政策，对本周可选消费在情绪上和股价上都产生了一定的压力，对短期行业经营也的确会带来一定挑战。中长期来看，防疫方式的不断科学优化调整是大势所趋，在可选消费业绩增长、关注度和市场预期都在低谷的阶段，也是龙头左侧配置的较好时点，特别是社交属性较强的医美、美妆以及运动服饰、中高端服饰品牌为代表的竞争格局较好的细分行业龙头我们认为未来复苏的弹性也更大。另一方面，下周开始全国范围寒潮即将开启，气温的骤跌将有利于冬装旺季的消费，考虑到 23 年春节较往年靠前，进入 12 月冬装销售也有望向上改善。落实到行业本周策略，继续建议“中长期高景气赛道龙头+制造龙头+细分品牌服饰”的配置（具体见以上本周投资组合）。从中长期角度，我们一方面坚定看好运动服饰和大美容（化妆品和医美）两大确定性赛道，推荐李宁(02331，买入)、安踏体育(02020，买入)、珀莱雅(603605，买入)、贝泰妮(300957，买入)和爱美客(300896，买入)，建议关注特步国际(01368，买入)、华熙生物(688363，增持)、牧高笛(603908，买入)；另一方面我们也看好部分优质出口制造龙头的长期增长韧性，重点推荐伟星股份(002003，买入)、浙江自然(605080，买入)、华利集团(300979，买入)和申洲国际(02313，买入)，建议关注鲁泰 A(000726，未评级)。另外细分品牌服饰建议关注波司登(03998，买入)、报喜鸟(002154，买入)、比音勒芬(002832，买入)。

#### 风险提示

- 国内外疫情的反复、经济减速对国内零售终端的压力、贸易摩擦、通胀和人民币汇率波动等。

行业评级 **看好（维持）**

国家/地区 **中国**  
行业 **纺织服装行业**  
报告发布日期 **2022 年 11 月 27 日**



### 证券分析师

**施红梅** 021-63325888\*6076  
shihongmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511010001

**赵越峰** 021-63325888\*7507  
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860513060001  
香港证监会牌照：BPU173

**朱炎** 021-63325888\*6107  
zhuyan3@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860521070006  
香港证监会牌照：BSW044

### 联系人

**杨妍** yangyan3@orientsec.com.cn

### 相关报告

行业触底，曙光渐现：——纺服及时尚消费行业 2023 年度投资策略 2022-11-22

10 月社零表现疲弱，看好防疫政策优化下消费逐步改善 2022-11-21

双十一细分赛道龙头继续保持领先，防疫政策优化提振板块信心 2022-11-14

## 行情回顾

全周沪深 300 指数下跌 0.68%，创业板指数下跌 3.36%，纺织服装行业指数下跌 1.17%，表现介于沪深 300 和创业板指数之间，其中纺织制造板块下跌 1.39%，品牌服饰板块下跌 0.98%。个股方面，我们覆盖的海澜之家、珀莱雅等取得了正收益。

表 1：个股涨跌幅前 10 名

涨幅前 10 名	凤竹纺织	龙头股份	维科精华	跨境通	多喜爱	三夫户外	红豆股份	搜于特	雅戈尔	百隆东方
幅度(%)	7.7	7.7	6.0	5.6	4.7	2.9	2.6	2.4	1.9	1.9
涨幅后 10 名	朗姿股份	波司登	梦洁家纺	摩登大道	安踏体育	如意集团	李宁	开润股份	常山股份	希努尔
幅度(%)	-13.0	-11.1	-10.4	-9.7	-8.1	-7.7	-7.6	-7.1	-6.9	-6.6

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 海外要闻

**周大福中期收入盈利双双下滑。**受疫情影响，中国内地市场同店销售大跌拖累中期盈利下滑，周大福珠宝集团有限公司(1929.HK)股价周五暴跌，午盘休市前跌幅高达 12.55%。

截至 9 月底的上半财年该香港珠宝巨头净利润同比下滑 6.8%至 33.36 亿港元，收入则受门店扩张推动按年增加 5.3%至 465.35 亿港元；毛利率同比下滑 80 个基点至 23.6%，经调整后跌幅 110 个基点至 22.4%；营业利润率同比下滑 80 个基点至 9.3%。

周大福管理层在业绩会上下调下半年业绩指引，并预计 2024 财年内地同店销售将录得低至中个位数增幅，而港澳市场预期增幅 10-20%，毛利率预期 23.0-23.5%。

业绩公布后多家大行唱淡该公司。

汇丰报告指，周大福管理层下调内地同店销售下半年增长目标由低个位数增幅至高个位数跌幅，差于市场预期，意味内地批发业务逊预期，但相信周大福维持稳定派息，为盈利下行提供风险缓冲，因此维持“评级”，但将周大福目标价由 13.5 港元下调至 13.0 港元。

大和同样重申周大福“买入”评级，但下调公司 2023/2024 财年盈利 1-4%，目标价由 19.5 港元下调至 18.0 港元。

花旗报告指周大福上半年盈利逊预期，经调整后核心盈利基本符合预期，由于疫情持续，管理层下调集团全年盈利预期，因此下调周大福 2023-2025 财年盈利 6-7%，反映下半年表现转弱。不过该行表示，鉴于防疫政策放宽后挤压需求释放，维持“买入”评级和 17.3 港元目标价。

摩根士丹利报告指周大福中期收入增长逊预期，营业利润率低于全年目标，因应宏观经济疲弱，叠加毛利率承压，因此下调周大福 2023-2025 财年盈利 7-8%，并下调评级至“与大市同步”，但相信明年或受惠于陆港通关，因此升目标价至 17 港元。

富瑞维持周大福 18 港元目标价，认为周大福收入表现基本符合预期，但营业利润较该行预期低 11%，毛利率好于预期，尽管管理层指定中期目标，但短期仍受到疫情影响，特别是下半财年，因此下调周大福 2023-2025 财年盈利 1-9%。

周大福在中期业绩中表示 10 月 1 日至 11 月 18 日三季度上半季度中国内地市场零售值按年下滑 4.1%，同店销售狂跌 21.3%；港澳及其他市场期内同店销售和零售值则分别增加 19.1%和 11.4%。大相径庭的表现均与疫情政策相关。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

上半财年内地业务占集团整体营业额 87.9%，收入同比增加 6.2%至 409.27 亿港元，固定汇率计算增幅 9.3%。受益新增门店推动，内地批发业务上半年收入增幅达 20.0%，批发业务占集团整体收入增加 630 个基点至 55.0%。

由于黄金产品销售占比提升 500 个基点至 76.5%，内地市场上半年经调整后毛利率下滑 100 个基点 22.2%；经调整后营业利润率下滑 80 个基点至 10.2%。

截至 9 月底上半财年集团于内地净增加 933 个周大福珠宝零售点，其中 90%为加盟模式。

内地电商业务上半年零售值增加 15.1%，占比维持 5.0%，销量占比则为 13.0%，期内渠道平均售价由 1,900 港元降至 1,800 港元。

港澳及其他市场上半财年零售值下滑 0.5%，其中零售业务增幅 3.6%，批发业务则因海南市场低迷下滑 25.1%。该市场中期毛利率下滑 110 个基点至 24.4%，营业利润率 2.4%同比大跌 100 个基点。

集团维持近七成派息率每股中期息 0.22 港元同比持平。

展望未来集团主席郑家纯表示继续有策略地扩张零售网络，预计财年底内地零售点达到 7,000 个，但会维持审慎的成本策略缓解压力面对挑战，同时看到低线城市婚嫁首饰市场进一步开拓空间，并为准备捕捉良机准备。他同时指出集团亦强化产品组合，以迎合千禧一代消费者悦己消费需求。

**Gucci 和 Alessandro Michele 结束合约。**在业务表现持续跑输同行以后，意大利品牌 Gucci 古驰周三盘后宣布创意总监 Alessandro Michele 下台。

Gucci 古驰母公司 Kering SA (KER.PA) 开云集团在声明中肯定 Alessandro Michele 自 2015 年 1 月 21 日担任品牌创意总监为品牌今天的业绩发挥的重要作用。

声明真挚感人，显示 Kering SA 开云集团对 Alessandro Michele 的巨大认可，而 Alessandro Michele 亦表达了对 Gucci 古驰行为的理解，双反的分手是过去十年奢侈品行业罕见的真正意义上的“和平分手”典范。

接替前任创意总监后，Alessandro Michele 和品牌首席执行官 Marco Bizzarri 联手让 Gucci 古驰翻身，并成功跻身百亿美元俱乐部，成为仅次于 Louis Vuitton 路易威登的第二大奢侈品牌。

不过过去三年，Gucci 古驰表现逊于同行，Hermès International SCA (RMS.PA) 爱马仕国际集团正迎头赶上，今年可能会超越 Gucci 古驰，取代其第二大奢侈品牌地位。

早于今年 4 月份一季度业绩公布后，无时尚中文网就曾发布文章《是时候清洗了！Gucci 中国销售大跌 管理层无能狂怒》。源于集团首席财务官在业绩会上遭遇分析师提问时，面对 Gucci 低迷的表现仍然强硬辩护，以 Gucci 过往表现试图掩盖品牌目前面临的现实问题，凸显包括集团在内的管理层的无力感。

本周二，市场传出 Gucci 将与 Alessandro Michele 分手，并预计最早于周三宣布。

周三，无时尚中文网在视频号进行直播，讨论 Gucci 是否应该解雇品牌创作总监 Alessandro Michele。

无时尚中文网创始人唐小唐认为解雇 Alessandro Michele 已经势在必行，当下的奢侈品行业当品牌面临业绩压力时，解雇设计师是安抚市场和消费者的常规和首选操作。

在直播中，唐小唐同时分析了创意总监在奢侈品行业目前的真实角色、作用和地位。

在周三分手声明中，Alessandro Michele 表示理解所有人的观点不同，并可能导致分道扬镳，并感谢在 Gucci 的 20 年非凡旅程，将 Gucci 称为“第二个家”，同时感谢团队成员，认为没有他们就没有自己在 Gucci 建立和实现的一切。

Alessandro Michele 同时祝福留在 Gucci 的人：“愿你们继续用诗意和包容的想象力来滋养自己，保持对自己价值观的忠诚。愿你们永远生活在充满激情之中，沐浴自由之风前行。”

开云集团首席执行官 François-Henri Pinault 在声明中称赞 Gucci 和 Alessandro Michele 过去几年共同走过的道路是独一无二的，将成为品牌历史上值得铭记的时刻。他赞扬 Alessandro Michele 的激情、想象力、创造力和 culture 将 Gucci 推向奢侈品行业舞台的中心，并祝愿 Alessandro Michele 迎来创意之旅的新篇章。

**Abercrombie & Fitch 假日季乐观。**季度业绩超预期并对假日季表现谨慎乐观，美国青少年服饰集团 Abercrombie & Fitch Co. (NYSE:ANF) 股价周二暴涨逾两成，部分驱散了 Target Corp. (NYSE:TGT) 塔吉特集团此前季度业绩给零售业蒙上的阴霾。

截至 10 月 29 日的三季度 Abercrombie & Fitch Co. 收入下滑 2.8% 至 8.801 亿美元，远超 FactSet 预期的 8.311 亿美元；EPS -0.04 美元，经调整后 0.01 美元，同样远超 FactSet 预期的 -0.15 美元，唯较 2021 财年同期 0.76 美元大幅下滑。

首席执行官 Fran Horowitz 表示对业绩改善感到鼓舞，尤其是目前宏观环境诸多不利因素影响下，其中 Abercrombie 品牌表现强势，录得 2014 年以来最高的季度销售，并连续十个季度实现坪效增长。

## A 股行业与公司重要信息

【珀莱雅】公司董事、高级管理人员方玉友于 2022 年 11 月 23 日共减持公司股份 20 万股，占公司总股本为 0.071%。

【稳健医疗】公司由于“生产不符合产品技术要求的第二类医疗器械”，深圳市市场监管局对稳健医疗作出罚款 16.2 万元，没收非法财物，没收违法所得的处罚决定。

【周大生】天津周大生国潮珠宝有限公司成立，注册资本 50 万人民币，法定代表人为荣旭。

【波司登】公司 22H1 实现营业收入 61.8 亿元，同比增长 14.1%，实现归母净利润 7.3 亿元，同比增长 15%。

【健盛集团】公司拟以集中竞价交易方式回购股份，本次回购股份资金总额为不超过人民币 10,000 万元，不低于 5,000 万元，本次回购股份价格不超过人民币 13.55 元/股。

【朗姿股份】公司近日接到公司控股股东、实际控制人申东日先生的函告，获悉其所持有本公司的部分股份解除质押，本次解除质押股份数量为 3,830,000 股，占其所持股份比例 1.8%，占公司总股本比例 0.9%。

【海澜之家】公司股票在连续 30 个交易日中已有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%（5.55 元/股），预计将触发转股价格向下修正条件。若触发条件，公司将于触发条件当日召开董事会审议决定是否修正转股价格，并及时履行信息披露义务。



【伟星股份】公司发布 2022 年度非公开发行股票预案，本次非公开发行股票的数量不超过发行前公司总股本的 30%，即不超过 3.1 亿股(含)，最终发行数量根据募集资金总额和发行价格计算所得。本次非公开发行股票的对象为不超过 35 名特定投资者。本次非公开发行股票募集资金总额不超过 12 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于以下项目：年产 9.7 亿米高档拉链配套织带搬迁及服饰辅料技改项目(一期);年产 2.2 亿米高档拉链扩建项目;越南服装辅料生产项目以及补充流动资金。

【丸美股份】公司董事会同意聘任王熙雯女士为公司总裁助理兼电商部总经理，任期自 2022 年 11 月 28 日起至第四届董事会届满日止。

【罗莱生活】公司近日收到公司股东 CA Fabric Investments 的通知，获悉 CA Fabric Investments 将所持有本公司的股权办理了质押手续：本次质押数量为 8298.5 万股，占其所持股份比例 100%，占公司总股本比例 9.9%。

## 本周建议板块组合

本周建议组合：珀莱雅、伟星股份、李宁、比音勒芬和波司登。

上周组合表现：珀莱雅 0%、伟星股份 0%、李宁-8%、比音勒芬-2%和波司登-11%。

## 投资建议和投资标的

本周市场大小指数出现明显的分化，纺织服装板块跟随市场下跌 1.17%，表现介于沪深 300 和创业板指数。随着全国疫情的反复，不少城市进一步收紧防疫政策，对本周可选消费在情绪上和股价上都产生了一定的压力，对短期行业经营也的确会带来一定挑战。中长期来看，防疫方式的不断科学优化调整是大势所趋，在可选消费业绩增长、关注度和市场预期都在低谷的阶段，也是龙头左侧配置的较好时点，特别是社交属性较强的医美、美妆以及运动服饰、中高端服饰品牌为代表的竞争格局较好的细分行业龙头我们认为未来复苏的弹性也更大。另一方面，下周开始全国范围寒潮即将开启，气温的骤跌将有利于冬装旺季的消费，考虑到 23 年春节较往年靠前，进入 12 月冬装销售也有望向上改善。落实到行业本周策略，继续建议“中长期高景气赛道龙头+制造龙头+细分品牌服饰”的配置（具体见以上本周投资组合）。从中长期角度，我们一方面坚定看好运动服饰和大美容（化妆品和医美）两大确定性赛道，推荐李宁(02331，买入)、安踏体育(02020，买入)、珀莱雅(603605，买入)、贝泰妮(300957，买入)和爱美容(300896，买入)，建议关注特步国际(01368，买入)、华熙生物(688363，增持)、牧高笛(603908，买入)；另一方面我们也看好部分优质出口制造龙头的长期增长韧性，重点推荐伟星股份(002003，买入)、浙江自然(605080，买入)、华利集团(300979，买入)和申洲国际(02313，买入)，建议关注鲁泰 A(000726，未评级)。另外细分品牌服饰建议关注波司登(03998，买入)、报喜鸟(002154，买入)、比音勒芬(002832，买入)。

## 风险提示

行业投资风险主要来自于国内外疫情的反复、经济减速对国内零售终端的压力、贸易摩擦、通胀和人民币汇率波动等。

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。